



Műhelytanulmányok

Vállalatgazdaságtan Tanszék



Vállalatgazdaságtan Tanszék

☎ 1053 Budapest, Veres Pálné u. 36., 1828 Budapest, Pf. 489
☎ (+36 1) 482-5901, fax: 482-5844, www.uni-corvinus.hu/vallgazd

A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere

Dorgai Ilona

6. sz. Műhelytanulmány
HU ISSN 1786-3031

2001. október

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem
Vállalatgazdaságtan Tanszék
Veres Pálné u. 36.
H-1053 Budapest
Hungary

A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere

Dorgai Iлона

Budapest Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Veres Pálné u. 36.

H – 1053 Budapest

Hungary

Összefoglalás

A tanulmány célja a részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti hátterének rövid áttekintése, a részvényesi érték definiálása és a koncepció alkotóelemeinek a bemutatása.

Az első fejezet a részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti hátterét ismerteti kiindulva a neoklasszikus elméletből, összefoglalva a megbízó-ügynökelméletet, utalva a felelős vállalat koncepció kialakulására és a modern vállalati pénzügyek fejlődésére. Az Egyesült Államokban az 1980-as években a vállalatok teljesítményének és piaci értékének kapcsolatára vonatkozó elemzések a részvényesi érték maximalizálásának a fontosságára helyezték a hangsúlyt. 1986-ban több szakfolyóirati publikációt követően jelent meg Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance* című könyve, amely a részvényesi érték szemléletmód alapjait tartalmazza. Ezt követően az Egyesült Államokban, Nyugat-Európában és Ausztráliában is több publikáció jelent meg a témában bemutatva a részvényesi értékmaximalizálás elveinek gyakorlati alkalmazását, az empirikus kutatások eredményeit.

A második fejezet a fogyasztói értékből kiindulva a vállalati érték meghatározásán keresztül definiálja a részvényesi értéket és bemutatja miért az érték – cash flow – a legjobb teljesítménymérce, levezetve a szabad cash flow egy lehetséges felépítését.

A harmadik fejezet definiálja az értékteremtő folyamatok és értékteremtő tényezők fogalmát, bemutatva a Rappaport által meghatározott hét makro értékteremtő tényezőt, azok rövid jellemzését, a részvényesi értékteremtés hálóját, az értéklánc és a cash flow kapcsolatát.

Kulcsszavak: Értékteremtő tényező, Részvényesi értékteremtés hálója, Szabad cash flow

Abstract

The aim of this essay is to summarize the theory of shareholder value maximization, to define the shareholder value and present the elements of the theory.

Chapter 1 demonstrates the theory of shareholder value maximization based on neoclassical theory summarising the principal-agent theory and with a reference of the development of moral firm concept and of the development of modern corporate finance. In the 1980s in the USA, essays dealing with the relations of the market value and company performance emphasized the importance of shareholder value maximalization.

After numerous surveys, in 1986 a book of Alfred Rapaport „Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance” was published, containing the basics of shareholder value approach. After this book more essays were published in United States, Western Europe and Australia providing an introduction to the practical usage of shareholder value theory summarising the results of empirical research.

Chapter 2 defines shareholder defines shareholder value through corporate value using customer value as the basis, and demonstrates why value (discounted cash flow) is the best metric as well illustrating a possible composition of the elements of free cash flow.

Chapter 3 defines the concepts of value activities and value drivers presenting seven macro value drivers and their short description developed by Rappaport, the Shareholder Value Network and the link between Value Chain and Cash flow.

Keywords: Value Driver, Shareholder Value Network, Free Cash flow

A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere

A jelen tanulmány célja a részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti hátterének rövid áttekintése, a részvényesi érték definiálása, a koncepció alkotóelemeinek a bemutatása.

Napjainkban a tőkepiacok globalizálódása, a nemzetközi verseny erősödése mellett azok a vállalatok tudnak életben maradni, akik a fogyasztói igények maximális kielégítése közben a befektetett tőke után a tőkeköltségnél magasabb hozam elérésére törekednek, a részvényesi értéket maximalizálják. A részvényesi értékmaximalizálás elve azonban csak akkor tud megvalósulni, ha beépül a stratégiaalkotásba, átfogja az egész üzleti ciklust, a működési tevékenység legalsó szintjén is érvényesül. Az értékteremtő tényezők azonosítása és optimális kombinációjuk kialakítása kulcskérdés a vállalati értékmaximalizálás szempontjából. A részvényesi értékmaximalizálás koncepció hatékony tőkepiac meglétét feltételezi, amely méri és visszaigazolja az értékmaximalizáló stratégia eredményeit. Paradox módon a hatékony tőkepiacnak feltétele az értékmaximalizáló vállalatok működése, mivel csak így tud maximális többletértéket biztosító tőkeallokációt létrehozni. A magyar tőkepiac fejlődése folyamatos, bár nem fejezi ki sem hozamával, sem méretével a gazdaság fejlettségét. Az Európai Unióhoz való csatlakozás felkészülési sikere nagymértékben függ a magyar gazdaság versenyképességétől, a tőkepiac fejlettségétől. A nemzetközi versenyképesség alapvető feltétele az értékmaximalizáló stratégia megvalósítása. Empirikus kutatások (McKinsey csoport 1996, 1997; Copeland-Koller-Murrin, 1994) bizonyították, hogy az országok makrogazdasági teljesítménye és a tulajdonosi értékmaximalizálás elvére épülő vállalatvezetés között szoros kapcsolat van. Azok az országok, ahol a gazdasági rendszer nem a tulajdonosi érték maximalizálására épül a világpiaci versenyben mind jobban visszaesnek.

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti háttere

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti előzménye a klasszikus közgazdaságtanig vezethető vissza. A neoklasszikus elmélet szerint a vállalatok fő célja a profitmaximalizálás. A Smith-féle "láthatatlan kéz" az a gazdasági mechanizmus, amely a legnagyobb jólétet képes előállítani nemcsak a gazdasági szereplők, de a társadalom számára is. A vállalat profitmaximalizálási célja a tulajdonos vagyonának a maximalizálását is jelenti.

A neoklasszikus elmélet sokáig egyeduralkodó volt a közgazdaságtanban. A részvénytulajdonosi forma elterjedésével azonban nyilvánvalóvá vált a tulajdonos és a menedzser személyének a különválása. A vállalatok vezetése, irányítása a professzionális vezetők feladata, ezért elválik a tulajdontól. Ross (1973), Stiglitz (1974), Jensen és Meckling (1976) tanulmányainak eredményeképpen megszületett a megbízó-ügynökelmélet.¹ Az elmélet középpontjában a szerződés és annak a megbízó és a megbízott kapcsolatában betöltött szerepe áll. A megbízó (tulajdonos) érdekei megvalósítása céljából szerződöt egy ügynököt (vállalatvezetőt), akire bizonyos feladatokat és döntési kompetenciákat ruház át, s a szolgáltatásért cserébe ellenszolgáltatást ad neki. Az elmélet feltételezi a szereplők egyéni

¹ Archibald (1987), pp. 27-36; Jensen-Meckling (1976), pp.35-89.

haszonmaximalizáló viselkedését, de ebben az esetben az ügynök egyéni célrendszerétől függően cselekszik, ami nem feltétlenül jelenti, hogy az ügynök a megbízó érdekében cselekszik. (A profitmaximalizálás elve így sérül, az optimális szerződés Pareto-optimális erőforrás alokációt tesz lehetővé.) A tulajdonos és a vállalatvezetés különválásának problémája a nagy, összetett részvényesi struktúrával rendelkező cégeknél (intézményi befektetők és szétszórt kis részvényesek, mint közös tulajdonosok) felnagyobbodhat.

A részvényesi értékmaximalizálás koncepció kialakulására hatással volt a vállalati pénzügyek területén az 1950-60-as években történt hatalmas fejlődés is. Ebben az időszakban ismertté vált elméletek - hatékony piac, portfólió elmélet, tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM Capital Asset Pricing Modell) - a modern vállalati pénzügyek építőelemeit alkotják.

Az 1960-as évektől kezdve a vállalatok működésével kapcsolatban bizalmi és legitimációs válság alakult ki. Az amerikai közvéleménykutatások a vállalatokról és a menedzserekről egyre negatívabb véleményt jeleztek. A piaci önszabályozás (Smith által megfogalmazott "láthatatlan kéz" doktrína) nem működött hatékonyan, s megingott a bizalom az állami szabályozás hatékonyságában ("kormányzat keze" doktrína) is. Az 1980-as évek amerikai és angol gazdaságpolitikája az állami szerepvállalás csökkentését, a piac előtérbe helyezését propagálta. A piac szerepének hangsúlyozása erősítette a vállalatok felé megfogalmazódó társadalmi elvárásokat, mivel ha az állam nem képes a piaci kudarcok kiküszöbölésére, úgy ezek mérséklésében nagyobb felelősség hárul a vállalatokra. "A vállalatoknak mindinkább bizonyítaniuk kell, hogy profitjukat kifogásolhatatlan tevékenységek útján szerzik meg, hogy tisztában vannak társadalmi súlyukkal és az ezzel járó társadalmi felelősséggel."² A felelős vállalat a racionalitás és a moralitás vállalaton belüli összekapcsolására épít. "A vállalatnak döntéseit a jogi és etikai következmények messzemenő figyelembevételével kell meghoznia, és azt az alternatívát választania, amelyik egyrészt a legnagyobb haszonnal jár, másrészt minimalizálja a jogi és etikai normák megsértésének kockázatát."³ A felelős vállalat koncepció tehát nem tagadja a gazdasági szempontok fontosságát, de fokozott óvatosságot és előrelátást követel.⁴

Az 1980-as években a vállalatok figyelme újból a részvényesi érték maximalizációjára helyeződött, ehhez hozzájárult az alulértékelt illetve rosszul menedzselt vállalatok felé irányuló felvásárlási hullám; a számviteli mutatók és a vállalat értéke közötti kapcsolatot kereső empirikus kutatások eredményei; valamint a menedzseri kompenzációs csomagok hangsúlyosabbá válása.

Jensen 1989-es tanulmányában a Kohlberg Kravis Roberts típusú struktúrát ismertette, mint a tulajdonosok és vezetők érdekeit közelítő szervezetet.⁵ A Kohlberg Kravis Roberts egy ügynökszervezet, amely kiválasztja a végrehajtandó felvásárlásokat, megoldja a finanszírozást és gondoskodik egy jelentős tőkeinjekcióról, ami a szerzett tulajdonrész alapján biztosítja az ellenőrzést. Általában a

²Boda (1996), p.17.

³Boda (1996), p.20.

⁴Goodpasters-Matthews (1982, in: Vállalati etika, p. 37): A vállalatokról szólva természetesen el kell ismernünk a fennmaradás, stabilitás és a növekedés követelményének jogosultságát...A profitra való törekvést és az önérdeket nem kell szembeállítani az erkölcsi felelősség követelményével. Legjobb, ha az erkölcsi igényeket úgy fogjuk fel, mint az önérdek bizonyos korlátozását. Nem állítjuk, hogy a profitmaximalizálás sohasem kerül összeütközésbe erkölcsi követelményekkel. De a profitmaximalizálás összeütközésbe kerül más vezetésbeli értékekkel is. A fontos az, hogy koordináljuk a követelményeket, nem pedig, hogy tagadjuk érvényességüket."

⁵Jensen, M.: A részvénytársaságok hanyatlása (The Eclipse of the Public Corporation), in: Ehrbar-Stewart (2000), pp.14-15.

befektetéseiket üzemeltető vezetőket arra kéri, hogy saját pénzüikkel is hajtsanak végre tőkeemelés, amivel kisebbségi tulajdont szereznek és így érdekeik közel kerülnek az ügynökcég - tulajdonos érdekeihez. A hitelből történő kivásárlások és a hitel visszafizetésére koncentráló vezetők a pazarló befektetések felszámolásával hosszú távon a részvényesi értékmaximalizálást szolgálják.

Az 1990-es években a részvényesi értékmaximalizálás elvének követése nem annyira a felvásárlások fenyegetettsége, mint inkább az intézményi befektetők megnyerése céljából fontos a vállalatvezetésnek.

1986-ban több szakfolyóirati publikációt követően jelent meg Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance* (Részvényesi érték teremtés, A vállalati teljesítményértékelés új sztenderdje) című könyve, amely a részvényesi érték szemléletmód elméleti alapjait tartalmazza. 1994-ben jelent meg Copeland-Koller-Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies* (Vállalatértékelés) című könyve⁶, mely empirikus kutatások eredményét tartalmazza, igazolva a részvényesi érték és a vállalatok gazdasági teljesítménye közötti kapcsolatot. A szerzők bemutatják, a vállalatok miként képesek alkalmazni a részvényesi értékmaximalizálás elveit, és rámutatnak, hogy ezen elvek követése nemcsak a részvénytulajdonosoknak, hanem a többi érintettnek is kedvező. 1997-ben látott napvilágot a PricewaterhouseCoopers kiadásában Black-Wright-Bachman-Davies, *In Search of Shareholder Value* (Részvényesi érték, Az értékközpontú vállalatirányítás) című könyv⁷, amely gyakorlati oldalról, a tanácsadó cég nemzetközi tapasztalataira építve mutatja be a részvényesi érték koncepciót.

A nemzetközi empirikus kutatások eredményeinek ellenére a kontinentális Európa vállalatvezetői körében részben negatív érzelmeket kelt a részvényesi értékmaximalizálás elve, hiába hangsúlyozza a hosszú távú szemléletet és az összes érdekelt javára történő értékteremtést. Az ellenvetések között szerepel, hogy az európai tőkepiac hatékonysága az Egyesült Államokéhoz mérten közepes szintű, a vállalatok tulajdonosi, finanszírozási, döntési struktúrája különbözik az amerikai vállalatokétól, a vállalatoknak a társadalomban elfoglalt szerepe a felelős vállalat koncepciójának felel meg. Az európai vállalatok is elfogadják az értékteremtés koncepcióját, de az értékteremtő folyamatok értékelésénél nem mindig érvényesül a részvényesi értékszemlélet. Ennek lehetnek módszertani okai is. A számviteli információkon alapuló mutatóknak nagy hagyománya van, a gazdasági folyóiratok által publikált mutatók minden vezető által érthetők és könnyen kalkulálhatók. Az empirikus kutatások viszont megmutatták, hogy a tradicionális mutatók és a részvényárfolyamok változása között nincs illetve nagyon gyenge a korrelációs kapcsolat. A teljesítmény új mérőszámainak a rendszere viszont még kiforratlan, hiányzik a biztos módszer az értéknövekedés elemzésére, az alkalmazott eredménymutatók, vagyónmutatók, cash flow előrejelzések különböző mutatókkal operálnak.

⁶ Magyarul az 1994. évi második kiadás jelent meg 1999-ben Vállalatértékelés, Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés címen a Panem Kft. gondozásában.

⁷ Magyarul *Shareholder Value, Az értékközpontú vállalatirányítás*, Részvényesi érték címen 1999-ben jelent meg a PricewaterhouseCoopers kiadásában.

A modern közgazdaságtan érték definíciói

Napjaink közgazdasági szakirodalmában különböző érték kategóriákkal találkozhatunk.

A marketing szakirodalomban az érték a fogyasztói értékkel⁸ azonos. Chikán-Demeter (szerk,1999) definíciója szerint a **fogyasztói érték** a vevő szubjektív véleménye arról, hogy egy termék vagy szolgáltatás milyen mértékben felel meg a várakozásainak. A fogyasztó annak arányában hajlandó fizetni egy termékért, amilyen mértékben igényeit kielégíti. A fogyasztói értékítéletet a termék jellemzői mellett a megszerzéséhez kapcsolódó ráfordítások mértéke, vagyis az adott jószág által nyújtott érték többlet is befolyásolja.

A vállalati pénzügyek területének képviselői az értéket a vállalat oldaláról értelmezik. A **vállalat értékének** a meghatározására különböző definíciók⁹ találhatók a szakirodalomban. A mai értékfelfogás az elmúlt 60-70 évben folyamatosan alakult ki. A klasszikus vállalatértékelés a vállalat belső értékét ("intrinsic value") kereste, melyet objektív értéknek¹⁰ nevezett és ezt tekintette piaci értéknek. Ez az egydimenziós értékfelfogás a vállalatok számviteli információra alapozva határozta meg a vagyonértéket¹¹, nem törődve a vállalat jövőbeni jövedelem termelő képességével. A második világháborút követően többdimenziós értékértelmezés alakult ki, az objektív értéket felváltotta a szubjektív érték¹², amely a vállalat számviteli információin kívül tükrözte a jövőre vonatkozó elvárásokat is. A vállalat belső értéke a hozamértékkel¹³ egyenlő, de a tényleges piaci értéke csak ritkán egyezik meg a kalkulált hozamértékkel. A következő értékfelfogás már nem a belső értéket közvetlenül meghatározó tényezőkre koncentrál, hanem a belső érték és a piaci érték közötti kapcsolatot vizsgálja. Felmerül az eladó és a vevő eltérő preferencia rendszerének a kérdése és a vállalatértékelő személyének a funkciója. Napjainkban a vállalat értékének a meghatározása a piaci érték meghatározására koncentrál, alapvetően a piaci értéket befolyásoló tényezők megragadására és számszerűsítésére helyezi a hangsúlyt. A piaci érték koncepció a vállalat értékét a részvényárfolyamokban tükröződő értékkel azonosítja, mivel hatékony tőkepiacon a részvényárfolyamok nemcsak a vállalat jelenlegi teljesítményét mutatják, hanem kifejezik a befektetők jövőbeni elvárásait is. Nem nyilvános társaságoknál a piaci érték az az érték, amelyet a megfelelő információkkal rendelkező eladó és vevő a saját önértékét követve a tárgyalások során a részvények vagy vagyontárgyak értékére kialakít.¹⁴

A részvényesi értékmaximalizálás elmélete alapján a **vállalat értéke** azon jövőbeli pénzjövödelmek tökeköltséggel diszkontált jelenértéke, amit a vállalkozás üzleti tevékenységével hosszú távon, teljes élettartama alatt realizál, s amely a befektetőknek - forrásbiztosítóknak szabadon rendelkezésére áll.

⁸Lásd Porter (1985), Kotler (1998)

⁹Lásd Nándorffy (1995), Reszegi (1991), Bélyácz(1992), Ragáts-Miavecz (1995), Fazakas (1998)

¹⁰"Objektív az az érték, amely semmilyen zavaró, vállalaton kívüli vagy/és az értékelő személyétől függő tényezőt nem tartalmaz" Ulbert (1994), p.4.

¹¹Egy vállalat vagyonértéke egyenlő a vállalat materiális formában megjelenő vagyontárgyainak az értékével.

¹²A szubjektív értékelmélet az adott jószágot a döntéshozók preferenciáinak a függvényében értékeli. Ulbert (1994), p.6.

¹³A hozamérték koncepció a vállalat értékét a várható jövőbeli nettó hozamaiból eredezteti. Ulbert (1994), p.2.; p.31-32.

¹⁴Reszegi (1991)

A **részvényesi érték** (Rappaport 1986, PricewaterhouseCoopers 1997) a vállalat saját tőke értékével egyenlő, amely a vállalat értékének és az adósságállomány piaci értékének a különbsége. A részvényesi érték maximalizálása a hosszú távú részvényesi érdekek maximalizálását jelenti,¹⁵ amit a részvényesi megtérülés fejez ki. A részvényesi megtérülés a részvény árfolyam változásának és az egy részvényre jutó fizetett osztaléknak az összege. A vállalat akkor teremt értéket, ha a tőkeköltésénél nagyobb megtérülést ér el. Hatékony tőkepiacon a részvényárfolyamok változása tükrözi a vállalatok értékteremtő teljesítményét. A fogyasztói érték a vállalat szempontjából csak akkor képvisel értéket, ha a vállalat a befektetett tőke költségét meghaladó hozamot ér el.

Az érték - cash flow-, mint legjobb teljesítménymérce

A pénz, mint általános egyenértékesnek a használata az alapja a pénzáram- a cash flow, mint értékmérő alkalmazásának. Leegyszerűsítve a cash flow a pénzbevételek és pénzkidadások különbsége, az az összeg ami a bankszámlán, a házipénztárban rendelkezésre áll. A pénz az, ami ténylegesen elkölthető, befektethető. A vállalat eredménykimutatásában feltüntetett eredmény nem azonos a rendelkezésre álló, osztalékfizetésre, beruházásra, hiteltörlesztésre ténylegesen felhasználható pénzeszközzel. A jövőbeni növekedésnek a forrása a vállalat rendelkezésre álló szabad pénzeszköze, és nem a számviteli profitja. A tulajdonosok érdeke saját befektetésük értékének a maximalizálása, amely nyilvános társaságoknál a részvényárfolyamok és az osztalék együttes összegének a maximalizálását jelenti. A tulajdonosi/részvényesi érték meghatározása a szabad cash flow-n alapul, annak a rendelkezésre álló szabad pénzáramnak az értékelésén, amely a vállalat jövőbeni működését szolgálja.

A pénz felhasználásának, a befektetések megítélésének legjobb módszere a nettó jelenérték szabály alkalmazása¹⁶, mely szerint csak a pozitív nettó jelenértékű projektek kerülnek elfogadásra. Bármely eszköz nettó jelenértéke egyenlő a jövőbeli pénzáramlásoknak (cash flownak) a tőke alternatív költségével diszkontált értékének és a jelenbeli pénzbefektetés értékének a különbségével. A jelenérték szabály Fisher 1930-ban megjelent tanulmányáig vezethető vissza. Fisher szerint a beruházási kritériumok függetlenek a befektetők személyes időbeli fogyasztási preferenciájától, ezért a vállalatvezetők fő feladata a nettó jelenérték maximalizálása, a részvényesek vagyonának a maximalizálása.¹⁷

A nettó jelenérték szabály azonban nemcsak beruházások megítélésére alkalmas, hanem a vállalatok értékének a megállapítására is. Egy vállalat értékét az előrejelzett jövőbeni szabad pénzáramlás (cash flow) vállalati tőkeköltséggel diszkontált értékének, a maradványérték diszkontált értékének, a

¹⁵Rappaport (1986) könyvben szereplő éves beszámolóiban a vállalatvezetők által meghatározott részvényesi érték definíciók: Hillebrand Industries 1984. évi éves beszámolója: "részvényesi érték keletkezik akkor, amikor a vállalat a részvényesek befektetését meghaladó szabad cash flowt generál"; Libbey-Owens-Ford 1983. évi éves beszámolója: "...a részvényesi értéket a piac méri a részvényár értékelése és az osztalék révén", Coca-Cola 1984. évi éves beszámolója: "a részvényesi érték növelése a vállalat elsődleges célja..., az egy részvényre jutó éves nyereség növelése és saját tőke megtérülés emelése a játék neve". A Coca-Cola cég, amely a számviteli mérőszámokra helyezte a hangsúlyt 1985-ig tartó 10 éves periódus alatt, mindössze 10%-os saját tőke megtérülést ért el, Hillebrand cég saját tőke megtérülése ezzel szemben 21.5% volt.

¹⁶ A nettó jelenérték szabály sem alkalmazható minden esetben, például újonnan alakult vállalatok, magas inflációjú gazdasági környezet.

¹⁷Brealey-Myers (1992), 2. fejezet

működéshez nem kapcsolódó cash flow jelenértékének és a piacképes értékpapírok értékének az összege adja.

Vállalat értéke=DFCF + TV + DNOCF + Piacképes értékpapírok

ahol:

DFCF: szabad cash flow jelenértéke

TV: maradványérték jelenértéke

DNOCF: működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash flow jelenértéke

Diszkontráta: vállalati tőke költség

Szabad cash flow a vállalat tényleges működési tevékenységének a pénzárama, az a pénzállomány, ami a befektetők/forrást biztosítók - részvényesek és hitelezők - rendelkezésére áll. A szabad cash flow és a vállalat tényleges működési tevékenységéhez nem kapcsolódó cash flow összege egyenlő a finanszírozási cash flow-val, tehát a pénzügyi források nyújtói felé irányuló illetve tőlük kapott pénzeszközök összegével. A vállalat szabad cash flowját olyan diszkontrátával kell diszkontálni, amely tükrözi a befektetők - részvényesek és hitelezők - mindegyikének az alternatív költségét, az összes pénzügyi forráshoz való relatív hozzájárulásuk arányában. Ez a ráta hatékony tőkepiacon a súlyozott átlagos tőke költség rátája (WACC).

A szabad cash flow (FCFF - Free Cash Flows to the Firm) összeállításánál a vállalat kamat és adófizetés előtti működési eredményéből (EBIT) érdemes kiindulni. A magyar eredménykimutatás eredmény kategóriái közül az üzemi/üzleti tevékenység eredménye felel meg leginkább az EBIT kategóriájának.

A vállalat kamat és adófizetés előtti működési eredménye tartalmazza a folyó működéshez kapcsolódó bevételeket és költségeket; nem része viszont a pénzügyi tevékenységhez kapcsolódó bevételek és ráfordítások (kapott illetve fizetett kamatok; pénzügyi eszközökhöz kapcsolódó árfolyamnyereség, vagy -vesztés; pénzügyi befektetések leírása; pénzügyi műveletek egyéb bevételei és ráfordításai); valamint a vállalkozási tevékenységtől független, a szokásos üzletmeneten kívüli tevékenységek bevételei és kiadásai.

A számított adófizetés a vállalat kamat és adófizetés előtti működési eredménye után fizetendő társasági adót jelenti - ennyi adót fizetne a vállalat, ha nem lenne hitelállománya, működéshez nem szükséges értékpapírai illetve a működési tevékenységhez nem kapcsolódó bevételei és ráfordításai.

Az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT - Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) a vállalat adózott működési eredményét mutatja kalkulált adófizetési kötelezettség után.

Az értékcsökkenési leírás és az egyéb nem pénzmozgással járó tételek tartalmazza a tárgyi eszközöknek és az immateriális javaknak (kivéve cégérték¹⁸) a vállalat által elszámolt amortizációját és az összes pénzmozgással nem járó tételt¹⁹.

¹⁸Gazdasági elemzés szempontjából a cégértéknél azért nem szabad értékcsökkenési leírást elszámolni, mivel a cégérték nem használódik el és nem kell pótolni.

¹⁹A MSZSZ alapján összeállított eredménykimutatásban nem pénzmozgással járó tétel a céltartalék képzés illetve feloldás.

A bruttó cash flow az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és az értékcsökkenési leírás valamint az egyéb nem pénzmozgással járó tételek összege. A vállalat által termelt összes pénzáram, ami a vállalatba a fenntartás és a növekedés érdekében újra befektethető.

A működőtőke növekménye az adott periódusban a működőtőkébe eszközölt befektetés értéke. A működőtőke a működéshez szükséges forgóeszközök és a működéshez szükséges kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek különbsége, nem tartalmazza a működéshez nem szükséges pénzeszközöket és piacképes értékpapírokat.

A tárgyi eszköz beruházás a jelenlegi stratégia folytatásához szükséges bővítő és pótló beruházás teljes összege.

A működési tevékenységhez szükséges egyéb eszközök és források állományváltozása a működési tevékenységhez szükséges egyéb eszközök (pl immateriális javak, részesedések) a működési tevékenységhez szükséges egyéb, kamatkötelezettség nélküli forrásokkal csökkentett értékének az állományváltozása.

A bruttó befektetés a vállalat által a működőtőkébe, a tárgyi eszközökbe és az egyéb eszközökbe eszközölt befektetések összegét jelenti.

A cégértékbe történő befektetés más vállalat nettó eszközállományának könyvszerinti értékénél magasabb áron végrehajtott felvásárlása során keletkező érték. Egy adott évben a cégértékbe történő befektetés értékét a cégérték mérleg szerinti állományváltozásának és elszámolt értékcsökkenési leírásának az összegeként célszerű kiszámítani, mivel így a cégérték amortizációja sem a bruttó cash flowt, sem a bruttó befektetést nem befolyásolja.

A vállalati szabad cash flow a bruttó cash flow és a bruttó befektetés (a cégértékbe történő befektetést is figyelembe véve) különbsége. Az így meghatározott szabad cash flow (FCFF) tökéletes piacon érzéketlen a tőkeáttétel változására.²⁰

A **működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash flow** a vállalat tényleges működési tevékenységéhez nem kapcsolódó, adózott tételeket, mint a rendkívüli eredmény, más területeken tevékenykedő leányvállalatoktól származó pénzáramlások, tárgyi eszköz értékesítésének az eredménye, tartalmazza.

A **hitelezők és a saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló cash flow** a vállalati szabad cash flow és a működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash flow összege, ami egyenlő a finanszírozási cash flowval. A vállalat működési és nem működési tevékenysége által termelt pénzáramnak szükség szerint meg kell egyeznie a tulajdonosok és a hitelezők felé eszközölt nettó kifizetésekkel, illetve negatív szabad cash flow esetén a tulajdonosok és hitelezők által nyújtott források nettó összegével. A **finanszírozási cash flow** alkotórészei a következők:

Az adózott kamatbevételek a működéshez nem szükséges pénzeszközök után kapott kamatok és kamatjellegű bevételek ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékét jelenti.

Az adózott kamatkiadás egyenlő a fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékével.

²⁰Jelentős összegű elhatárolt veszteség esetén a finanszírozási struktúra befolyásolhatja, hogy a vállalat milyen mértékben tudja kihasználni az elhatárolt veszteségből származó adómegettakarítást.

Az egyéb pénzügyi műveletek bevételei és ráfordításai adóval módosítva a kamatbevételeken és kiadásokon felüli pénzügyi eredmény (pl: kapott osztalék és részesedés, pénzügyi befektetések leírása) ténylegesen fizetendő társasági adórátával módosított értékét takarja.

A működéshez nem szükséges pénzeszközök közé tartozik, minden olyan pénzeszköz és értékpapír, melyet a vállalat a normál működési tevékenységhez szükséges pénzeszközállományán felül tart. A működéshez nem szükséges pénzeszközök általában a vállalat pénzáramlásainak átmeneti egyensúlytalanságát tükrözi. A vállalat fölös pénzeszközöket halmozhat fel, miközben a későbbi felhasználás lehetőségeit mérlegeli.²¹

Kamatköteles adósság állományváltozása a vállalat összes kamatfizetési kötelezettséggel járó adósságának (rövid és hosszú lejáratú adósság,) nettó növekedését vagy csökkenését jelenti.

Osztalékfizetés a törzsrésztvényekre és az elsőbbségi résztvényekre készpénzben²² kifizetett osztalékot takarja.

Külső tag részesedése a kisebbségi részesedésre jutó nyereség és a kisebbségi részesedés saját tőkén belüli állományváltozásának az összege.

A saját tőke állományváltozása a saját tőke könyvszerinti értékének a mérleg szerinti eredmény és a kisebbségi részesedés állományváltozása nélküli állományváltozást jelenti.

²¹A normál működéshez nem szükséges pénzeszközök külön kezelése konzisztens az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és a vállalat értékének a számításával is. Az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) nem tartalmazza a kamatbevételeket. A működéshez nem szükséges pénzeszközbe történő befektetés nettó jelenértéke nulla, mivel ezen befektetések hozama ellensúlyozza a kockázatot, ezért a hozzájuk kapcsolódó pénzáram jelenértékének az értékelés pillanatában egyenlőnek kell lennie a pénzeszközök piaci értékével.

²²A résztvényben fizetett osztaléknak készpénzvonzata nincs, ezért azzal nem számolunk.

1. ábra: Szabad cash flow levezetése

+	1. Üzemi/üzleti tevékenység eredménye
-	2. Számított adófizetés (Üzemi/üzleti tevékenység eredménye \cdot (1 - fizetett társasági adóráta))
=	I. Adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) (1 - 2)
+	3. Értékcsökkenési leírás és egyéb nem pénzmozgással járó tételek
=	II. Bruttó cash flow (I + 3)
+/-	4. Működőtőke növekménye
+/-	5. Tárgyi eszköz beruházás
+/-	6. Működési tevékenységhez szükséges egyéb eszközök és források állományváltozása
=	III. Bruttó befektetés (4 + 5 + 6)
-/+	7. Cégtérték állományváltozása

A. Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló**Szabad cash flow - FCFE (Free Cash Flow to the Firm) (A = II. - III. -/+ 7)**

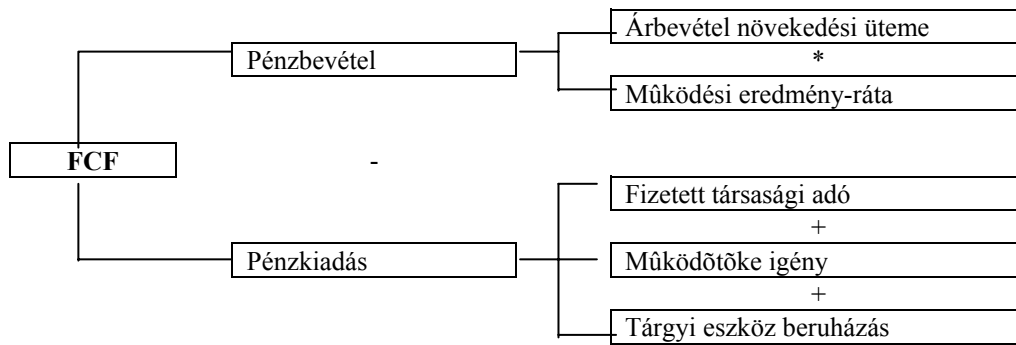
+	8. Rendkívüli tevékenység adóval korrigált eredménye
-/+	9. Működéshez nem kapcsolódó eszközök állományváltozása
+/-	10. Működéshez nem kapcsolódó források állományváltozása
=	IV. Működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash flow

B. Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló cash flow**(B = A + IV.)****Pénzügyi tevékenység**

-	11. Adózott kamatbevétel
+	12. Adózott kamatkiadás
-/+	13. Egyéb pénzügyi műveletek bevételei/ráfordításai adóval módosítva
+/-	14. Működéshez nem szükséges pénzeszközök állományváltozása
-/+	15. Kamatköteles adósság állományváltozása
+	16. Osztalékfizetés
+	17. Külső tag részesedése
-/+	18. Saját tőke állományváltozása (Mérleg szerinti eredmény nélkül)
=	C. Finanszírozási cash flow = B. Hitelezők és saját tőke tulajdonosok részére rendelkezésre álló cash flow

A szabad cash flow működési eredményből kiinduló levezetése kapcsolható az értékteremtő tényezők által meghatározható részvényesi értékhez. A gyakorlatban is ez a legelterjedtebb szabad cash flow meghatározás,²³ mivel rávilágít az összes befektető (hitelezők, részvényesek) rendelkezésére álló pénzáram nagyságára, az értékteremtő tényezőkön keresztül összekapcsolja a vállalat működési, befektetési és finanszírozási tevékenységét. A 2. ábra a szabad cash flow és a makro értékteremtő tényezők kapcsolatát szemlélteti.

2. ábra: Szabad cash flow (FCF) fa



A szabad cash flow a működési tevékenységgel kapcsolatos pénzbevétel és pénzkiadás különbsége. A pénzbevételt az értékesítés nettó árbevétel növekedési üteme és a működési eredményrátának az aránya határozza meg. A pénzkiadás a fizetett társasági adó, a működőtőke igény, és a tárgyi eszköz beruházás függvénye. A makro értéktényezőket a vállalat legalsó operatív szintjéig lebontva meghatározható az összes, a részvényesi értékre hatást gyakorló tényező.

A részvényesi érték kiszámításakor a szabad cash flow csak a működési tevékenységhez kapcsolódó pénzáramlásokat tartalmazhatja, mivel a nem a működési tevékenységhez kapcsolódó tételek hosszú távon nem járulnak hozzá a vállalat működési tevékenység potenciáljához. A szabad cash flow a cég számára lehetőséget teremt a szokásos működés és a jövőbeni fejlődés érdekében eszközölt beruházások finanszírozására, valamint meghatározott osztalék kifizetésére.

Tőkeáttétel nélküli cégek, bankok, pénzügyi tevékenységet folytató társaságok értékelésekor a saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló szabad cash flow (FCFE - Free Cash Flow to Equity) meghatározása a helyes megközelítésmód. A **saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló szabad cash flow (FCFE)** a törzsrésztvényesek felé irányuló közvetlen pénzáramlásokat jelenti, amely az adózás utáni működési eredmény (NOPLAT) és a pénzmozgással nem járó tételek összegének (bruttó cash flow), és a működőtőke növekmény, beruházások, hiteltörlesztések, adózott kamatkötelezettségek, elsőbbségi osztalék kifizetésének a különbségével egyenlő.

²³Lásd: Rappaport (1986), Copeland-Koller-Murrin (1990), Abrams (1993), Brealy-Myers (1992), Mills (1998).

3. ábra Saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló szabad cash flow (FCFE) levezetése

- + Működési eredmény (Üzemi/üzleti tevékenység eredménye)
- Számított adófizetés (Működési eredmény \cdot (1 - fizetett társasági adóráta))
- = Adózás utáni működési eredmény (NOPLAT)
- + Értékcsökkenési leírás és egyéb nem pénzmozgással járó tételek
- = Bruttó cash flow
- /+ Működőtőke állományváltozása
- = (A) Működésből származó cash flow
- /+ Befektetett eszközök bruttó állományváltozása
- = (B) Befektetési tevékenység cash flowja
- +/- Adósság állományváltozása
- Adózott nettó kamatfizetés
- = (C) Finanszírozási cash flow

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésére álló szabad cash flow $FCFE = (A + B + C)$

- /+ Rendkívüli tételek

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló cash flow

Elméletileg a saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló cash flow megegyezik a tulajdonosoknak maximálisan kifizethető osztalékkal, de egy adott évben a ténylegesen kifizetett osztalék általában nem azonos a maximálisan kifizethető osztalékkal, mivel a vállalatvezetés az osztalékfizetés időbeni kiegyenlítésére törekszik.

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló szabad cash flow diszkontrátájának megállapítására többféle módszer létezik. Fejlett tőkepiacon leggyakrabban használt módszer a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM) és az arbitrált árfolyamok (APM) modellje alapján történő meghatározás. Fejletlen tőkepiacon osztalékhozam-modell, nyereség/árfolyam rátán (P/E rátán) alapuló modell és az úgynevezett felépítési (build-up) módszer alapján határozható meg a saját tőke költsége.

A saját tőke tulajdonosok rendelkezésre álló szabad cash flow modell elméletileg használható bármely vállalat részvényesi értékének a meghatározására, mivel a tulajdonosok számára megmaradt pénzáramot mutatja, de a tőkeáttétel kezelésének problémája miatt a diszkontálásával nyert eredmény kevesebb információval szolgál az értékteremtő tényezőket illetően és kevésbé használható az értékteremtés forrásainak a feltárására.²⁴

A vállalat szabad cash flowja nem keverendő össze a számviteli cash flowval. A számviteli cash flow a vállalat pénzeszközeiben az egyik évről a másik évre bekövetkező pénzállomány változást mutatja. Leegyszerűsítve a számviteli cash flow egyenlő a tárgyév pénzeszközeinek és az előző év

²⁴Copeland-Koller-Murrin (1999), pp.181-182.

pénzeszközeinek a különbségével. Elemzés szempontjából a számviteli cash flow összetétele a fontos.

A 4. ábra szemlélteti a számviteli cash flow egy lehetséges felépítését.

4. ábra: Számviteli cash flow lehetséges felépítése

MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY

- + Értékcsökkenési leírás
- + Céltartalékképzés
- Céltartalékképzés felhasználás
- + Forgóeszközök állománycsökkenése
- Forgóeszközök állománynövekedése
- + Kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek állománynövekedése
- Kamatkötelezettség nélküli rövid lejáratú kötelezettségek állománycsökkenése

MŰKÖDÉSBŐL SZÁRMAZÓ CASH FLOW

- + Befektetett eszközök értékesítése
- Beruházások, befektetések

BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG CASH FLOWJA

- + Hosszú lejáratú kötelezettségek állománynövekedése
- Hosszú lejáratú kötelezettségek állománycsökkenése
- + Rövid lejáratú hitelek, kölcsönök állománynövekedése
- Rövid lejáratú hitelek, kölcsönök állománycsökkenése
- + Részvénykibocsátás
- Saját részvény visszavásárlás

PÉNZÜGYI TEVÉKENYSÉG CASH FLOWJA

ÖSSZES CASH FLOW = PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA

A működésből származó cash flow a mérleg szerinti eredményből kiindulva az értékcsökkenési leírás és a tartalékképzés hozzáadásával (illetve tartalék feloldás levonásával) a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek állományváltozásainak a számbavételével számolható. Jól működő vállalatnál a működési cash flow-nak pozitívnak kell lennie. A befektetési tevékenység cash flowja a tárgyi eszköz beruházás és értékesítés nettó értékével, valamint a befektetett pénzügyi eszközök állományváltozásának az összegével egyenlő. Egy jól működő, növekvő vállalatnál a befektetési cash flow arányában és abszolút értékben is jellemzően jelentős negatív összeget tesz ki. A pénzügyi tevékenység cash flowja a vállalat finanszírozási forrásaiban - hitelfelvétel, kötvénykibocsátás, részvénykibocsátás, illetve hiteltörlesztés, kötvény beváltás, részvényvisszavásárlás - bekövetkező változást mutatja. A vállalat stratégiájától és pénzügyi politikájától függően a pénzügyi tevékenység cash flowjának pozitív és negatív értéke egyaránt megfelelő.

Összefoglalóan a diszkontált pénzáramlás (cash flow) - az érték - a legjobb mércéje a vállalati teljesítménynek, mert:

- egyrészt a vállalat értékét a jövőbeli várható szabad pénzáramok jelenértékeként határozza meg, ahol a diszkontráta tükrözi a pénzáramok kockázatát,
- másrészt a részvényesi érdekek kiszolgálásának tőkepiaci elvét operacionalizálhatóvá teszi, mivel azt a gyakorlatban a diszkontált cash flow alapján értelmezett vállalatérték mindenkori maximalizálására való törekvéssel azonosítja,

- harmadrészt az érték alapján történő döntések jobb erőforrás-kombinációkat hoznak létre és az érintettek bármilyen követelése értékelhető.

Értékteremtő folyamat és értékteremtő tényezők

A részvényesi érték és a fogyasztói érték képviselői egyaránt egyetértenek abban, hogy az érték forrása a vállalati működésben van.

A részvényesi érték koncepció az értékteremtést igen széles, a vállalat minden területére kiterjedő feladatként határozza meg: az operatív működés legalsó szintjétől - a munkapadtól, a felsővezetésig - a stratégia megalkotásáig, az értékesítési, termelési, fejlesztési, finanszírozási és befektetési döntésekig minden szintet és tevékenységet átfog.

Rappaport (1986) az értéklánc és a szabad cash flow kapcsolatát bemutató ábrája (5. ábra) rávilágít az értékteremtés komplexitására. A pénznek, mint mérőeszköznek a szerepe a közös nevezőre hozásban van. A szabad cash flow megállapításához az értékesítésből kell kiindulni, levonva a működéssel kapcsolatos kiadásokat, melyeket az öt elsődleges tevékenység határoz meg. A társasági adó levonása utáni eredmény a működésből származó adózott eredmény, melyhez a készpénzes alap eléréséhez hozzá kell adni az értéksökkenési leírást és egyéb pénzmozgással nem járó ráfordításokat. Az elsődleges tevékenységek által meghatározott működőtőke növekmény és tárgyi eszköz beruházás levonása után kapjuk meg a vállalat szabad cash flowját. A vállalat tőkeköltésével történő diszkontálás után ezen cash flow szolgál alapul a vállalat értékének és a stratégia által teremtett értéknek a meghatározására.

Az értéklánc elemzést követve látható, hogy a vállalati működés összes funkciója hozzá tud járulni az értékteremtéshez. Az értékteremtő tényezők hatásának mindegyike végsősoron tükröződik a szabad cash flowban.

A vállalat termelési és logisztikai stratégiája a termeléshez szükséges berendezések, felszerelések meghatározása, elhelyezése, a termelést kiszolgáló létesítmények elhelyezése révén befolyásolja a tárgyi eszköz beruházást. A gyártani vagy vásárolni döntés, a folyamatválasztás és technológiaválasztás a szállítói, készletgazdálkodási politikán keresztül egyik meghatározója a működőtőkének. A költséggazdálkodás a működési költségeket befolyásolja.

A marketing és értékesítési stratégia a célpiacok kiválasztása, a vevői szegmensek tulajdonságainak minél részletesebb feltérképezése, az elosztási politika révén meghatározza az értékesítés árbevételét; a marketing és elosztás költségei a működési költségek között jelennek meg; a vevőpolitika főleg a működőtőkét befolyásolja; az elosztási hálózat kialakítása, infrastruktúrája a tárgyi eszköz beruházás részeként jelenik meg.

Az értékesítés utáni szolgáltatások szerepe egyre fontosabb minden vállalat életében. A termék eladásával nem ér véget a fogyasztóval való kapcsolat. Az üzembehelyezés, betanítás, garanciavállalás, a karbantartás, a termékek visszavétele növeli a működési költségeket, de pótlólagos árbevételt is generál, a szolgáltatási díjak (képzés, általánýdíjas karbantartás, alkatrész eladás) és az elégedett fogyasztók megtartása és további vásárlásai révén. Az értékesítés utáni szolgáltatások az alkatrészkészlet, a szolgáltatási vevőpolitika, az alvállalkozók révén befolyásolják a működőtőkét, a

szolgáltatásokhoz használt berendezések infrastruktúrája lévén a tárgyi eszköz beruházást. A támogató tevékenységek - főként a működési költségeken keresztül - szintén hatással vannak a cash flowra.

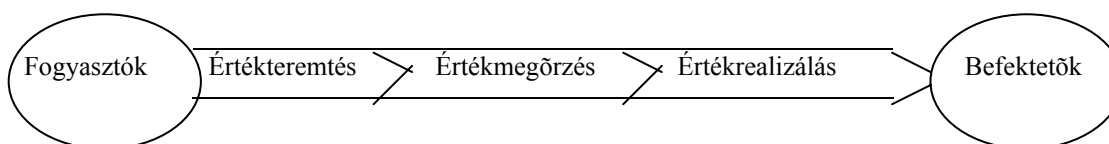
5. ábra: Az értéklánc és a szabad cash flow kapcsolata

Vállalati infrastruktúra					
Emberi erőforrás menedzsment					
Technológiai fejlesztése					
Beszerzés					
Bemenő logisztika	Termelés	Kimenő logisztika	Marketing és értékesítés	Szolgáltatások	
					Értékesítés
Anyagkezelés Raktározás Szállítói adminisztráció	Feldolgozás Összeszerelés Tesztelés Csomagolás	Készletkezelés Raktározás Kiszállítás Adminisztráció	Értékesítési személyzet Reklám Promóció Adminisztráció	Üzembe helyezés Betanítás Karbantartás Visszaküldés kezelése	- Működési költségek
					Működési tevékenység eredménye
					- Társasági adó
					Működésből származó adózott eredmény
					+ Értécsökkenés és egyéb pénzmozgással nem járó ráfordítások
Alapanyag készlet Szállítók	Befejezetlen, félkésztermék készlet, Szállítók	Késztermék készlet	Vevők	Alkatrész készlet, Szolgáltatási díj követelések	- Működőtőke növekmény
Raktárak, Szállító eszközök, Egyéb berendezések, felszerelések	Termelő berendezések, felszerelések	Raktárak, Szállító eszközök, Egyéb berendezések, felszerelések	Elosztói hálózat infrastruktúrája, Járművek, Számítógépek és egyéb irodai berendezések	Szolgáltatásokhoz használt berendezések infrastruktúrája, Járművek	- Tárgyi eszköz beruházások
					Szabad cash flow

Rappaport (1986), p.87. alapján

PricewaterhouseCoopers (1999) szerint az értékteremtés az a folyamat, amelynek során a vállalat képes a tőkeköltésénél magasabb hozamot fenntartani. Ez a pozitív “különbözöt” (spread) - amely vagy visszatartható a vállalatnál, vagy kifizethető osztalékként - képviseli azt az értéket, amelyet a részvényesek elvárnak a vállalatba fektetett pénzük után. Az értékteremtés azt a képességet jelenti, hogy olyan áron tud a vállalat terméket és/vagy szolgáltatást ajánlani a fogyasztóinak, hogy annak révén pozitív hozamot ér el. Az értékteremtéssel szorosan összefügg az értékmegőrzés és az értékrealizálás. Az értékmegőrzés annak az igénye, hogy a teremtett érték ne menjen veszendőbe hatékonysági problémák vagy rossz vállalatvezetés miatt. Az értékrealizálás biztosítja a befektetőknek a teremtett értéknek a tőkepiacon keresztül történő relizálását, amely a részvényárfolyam emelkedése, a visszavásárolt részvények és osztalékkifizetés révén valósul meg. A befektetők akkor tudják relizálni befektetéseik nyereségét, ha a piac megérti a vállalat által teremtett értéket, és azokat a stratégiákat, melyek az értékteremtést és fenntartást szolgálják.²⁵ Az értékteremtés, -megőrzés és -realizálás folyamatán keresztül tehát interaktív kapcsolat valósul meg a fogyasztók és befektetők/részvényesek között.

6. ábra: A részvényesi érték összekapcsolja a fogyasztókat a befektetőkkel.



Forrás: Black-Wright-Bachman-Davies, p. 101.

Az értékteremtés folyamatának megragadására a Boston Consulting Group²⁶ az értékfa felrajzolását javasolja. Az értékfa a vállalat pénzügyi teljesítményéből kiindulva jut el a működési tevékenység elemzéséig. Az értékesítés árbevételéből és a közvetlen költségekből kiindulva a vállalat gazdasági tevékenységét egyre kisebb, kontrollálható tevékenységekre bontva jut el a vállalat értékfájának a felrajzolásához, amely tartalmazza azokat az értékeket, melyek alapvetően meghatározzák az árbevételt és a közvetlen költségeket. Ezt követően a piac elemzése révén (méret, növekedési ütem, versenytársak árai, árprémiumok stb.) gyűjtött adatokkal az értékfa minden egyes kockája kitöltésre kerül. Majd tesztelik az egyes tényezőket az értékre gyakorolt hatásuk alapján. Végül meghatározzák, hogy az egyes értékteremtő tényezők a vezetők által milyen mértékben kontrollálhatók.²⁷ Az így létrejött fa a DuPont mutatószám rendszerhez hasonlít, azzal a különbséggel, hogy a vállalat működésének a legalsó szintjéig lebontott, az értékre hatást gyakorló valamennyi tényezőt tartalmazza és legvégső mutatóként a részvényesi érték megtérülése szerepel.

A nemzetközi szakirodalom feldolgozása alapján **értékteremtő folyamatnak** tekintünk minden olyan működési, befektetési, finanszírozási tevékenységet, amely hozzájárul a részvényesi érték növeléséhez.

²⁵Black-Wright-Bachman-Davies (1999), pp.102 - 103; Mills (1998), p.5.

²⁶Boston Consulting Group: Measuring Value

²⁷The Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value

Értéktéremtő tényezők

A vállalatok legfontosabb célja, az értéktéremtés, az értéktéremtő tényezőkön (value driverek) keresztül valósul meg.

PricewaterhouseCoopers definíciója szerint értéktéremtő tényező minden olyan stratégiai, vezetői döntés, gazdasági, iparági és versenytársi hatás, amelyek jelentősen befolyásolják az értéket.²⁸ Copeland-Koller-Murrin (1999, p. 139.) szerint értéktéremtő tényező lehet bármely olyan változó, amely befolyásolja a vállalat értékét. A Boston Consulting Group alapján az értéktéremtő tényezők azok a kritikus komponensek, melyek lényeges hatást gyakorolnak a vállalat értékére és a vállalat által menedzselhetők.²⁹

A definíciók alapján **értéktéremtő tényezőknek** tekintünk minden olyan változót, tényezőkombinációt, elemi munkafolyamatot (stratégiai, vezetői döntés, működési, finanszírozási, befektetési tényező, gazdasági, iparági, versenytársi hatás), amely befolyásolja a vállalat értékét. Az értéktéremtő tényezők egyértelműen meghatározzák a vállalat működésének azon területeit, melyek hatással vannak az értéktéremtés folyamatára, közös keretet adnak a vállalaton belüli folyamatok áttekintésére.

Az értéktéremtőket hatékony felhasználásuk érdekében rendszerezni kell, meghatározva a kulcs-tényezőket, az értékre legnagyobb hatást gyakorló változókat. A részvényesi értékmaximalizálás szempontjából kulcskérdés a konkrét, az adott vállalatra leginkább jellemző értéktéremtők megtalálása, optimális kombinációjuk kialakítása.

Az értéktéremtő tényezők azonosítása a vállalati értékláncból kiindulva történhet. Leggyakrabban használt elemzési módszer a porteri értéklánc.³⁰ Az első lépés minden vállalat számára saját értéktéremtő tényezőinek azonosítása. Az értéktéremtőket olyan mélységig kell részletezni, hogy az operatív szint vezetőinek közvetlen ellenőrzése alatt álló döntési változókka összekapcsolhatóak legyenek. Az értéktéremtők listája természetesen időről időre változik, ezért felülvizsgálatra szorul. A vállalati rendszeres tervezési ciklus jó alkalom erre. A vállalat értéktéremtő listájának stabilitása függ az ipárgtól és az életciklustól is. Nem lehet általánosan meghatározni egy minden vállalatra érvényes értéktéremtő tényező rendszert, de van **hét makro tényező**³¹, mely a piac alapvető hozam/növekedés/kockázat követelményeihez igazodva végsősoron meghatározza bármely vállalat értékét. Ezen értéktéremtő tényezők:

1. értékesítés nettó árbevételének növekedési üteme,
2. működési eredmény-ráta (üzemi(üzleti) tevékenység eredménye az értékesítés nettó árbevételhez viszonyítva),

²⁸PricewaterhouseCoopers belső anyag p.15.

²⁹Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value

³⁰Rappaport (1986), Copeland-Koller (1994), Black-Wright-Bachman-Davies (1999), Mills (1998) elemzési módszere is a porteri értékláncan alapul.

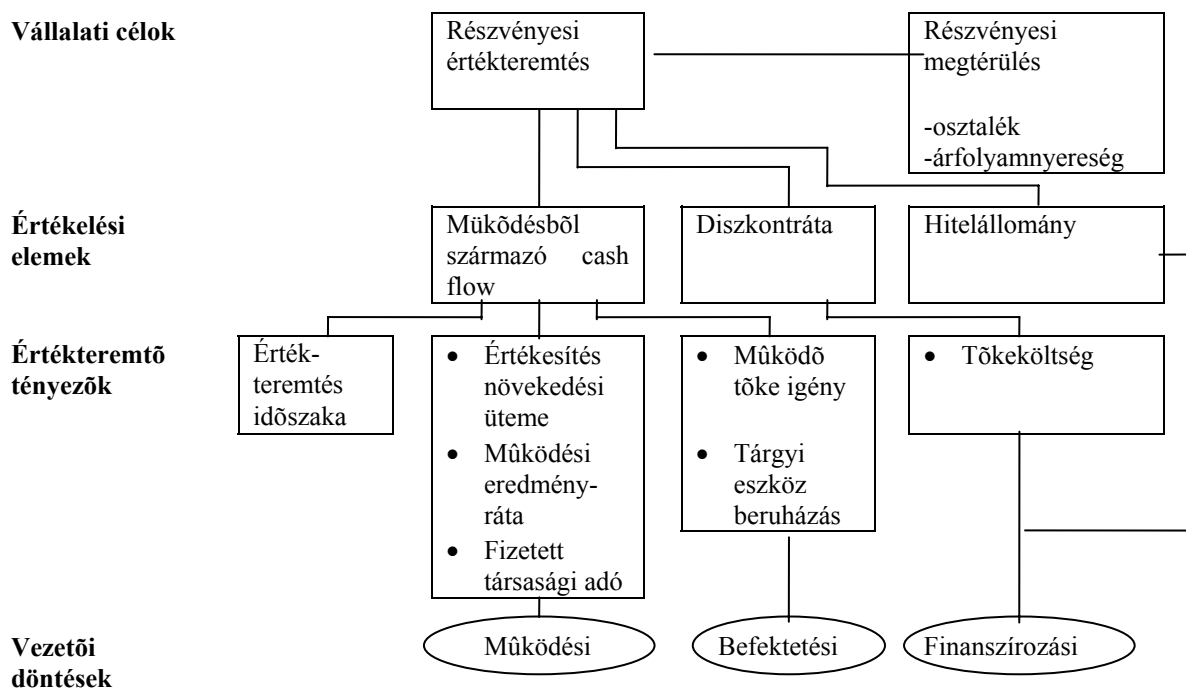
³¹Rappaport (1986), Mills (1998), Black-Wright-Bachman-Davies (1999), PricewaterhouseCoopers belső anyag, Katits (1998)

3. fizetett társasági adó (a működési eredményráta kiszámolt fizetendő társasági adó, nem veszi figyelembe a kapott kamatokra jutó adótöbbletet és a fizetendő kamatok utáni adópajzsot),
4. működőtőke igény,
5. tárgyi eszköz beruházás,
6. tőke költség (WACC),
7. versenyelőnyök fennállásának időszaka.

A fenti értéktényezőket kell a vállalatoknak - minden rendkívüli tételtől megtisztítva - meghatározott stratégia mellett mikrotényezőkre bontani, amelyek megragadják a vállalat működési tevékenységét.

A részvényesi értékteremtést a hét makrotényező felhasználásával Rappaport (1986) részvényesi értékhálóban (Shareholder Value Network) összegezte. Az értékháló az értékteremtő tényezők segítségével egyértelműen megmutatja a kapcsolatot a részvényesi értékteremtés, a szabad cash flow, a működési, finanszírozási és befektetési döntések között.

7. ábra: Részvényesi értékteremtés hálójája



Forrás: Rappaport (1986), p. 76.

A működési döntéseket, mint árazás, értékesített mennyiség, termékmix, promóció, marketing, elosztás és vevői szolgáltatások az értékesítés növekedési üteme, a működési eredményráta és a fizetett társasági adó makro értékteremtők foglalják magukban. A befektetési döntések, mint készletpolitika, kapacitás bővítés a két befektetési makro értéktényezőben - működőtőke igény, tárgyi eszköz beruházás - tükröződnek. A pénzügyi döntések, melyek az optimális tőkestruktúra kialakítására irányulnak a tőke költségen keresztül befolyásolják az értéket. A fenntartható versenyelőnyök időszaka

a vezetőség legjobb becslése annak az időszaknak a hosszáról, amikor a befektetett tőke által elért hozam meghaladja a tőkekötséget. A szabad cash flowt a működési és befektetési értékteremtők határozzák meg a fenntartható versenyelőny időszakának értékteremtő tényezőjével együtt. A diszkontráta a tőkekötség meghatározásán alapul. A diszkontált cash flow és az adósság értékének a különbsége adja a részvényesi értéket, melyet a részvényesek hatékony piacon, nyilvános részvénytársaságok esetén a részvényárfolyam változás és a fizetett osztalék révén érzékelnek.

A részvényesi értékteremtést a szabad cash flow elemzés oldaláról megközelítő irányzat követői (Copeland-Koller-Murrin 1994, Mills 1998, PricewaterhouseCoopers, McKinsey Group) a Rappaport (1986) által azonosított hét makro értéktényezőt elfogadták és rájuk építve dolgozták ki elemzési technikáikat³², amelyek során a kulcs értéktényezőket tovább bontják elemi részekre. Az előbbieken ismertetett részvényesi értékteremtés hálójá, a porteri értéklánc és a szabad cash flow kapcsolata rámutatnak a hét makrotényező értékteremtésben meghatározó szerepére. A következőkben részletesen ismertetem az egyes tényezők jellemzőit és a szabad cash flowra gyakorolt hatásukat.³³

1. Értékesítés nettó árbevételének növekedési üteme

Az első értékteremtő tényező, mivel ez határozza meg a vállalat piaci részesedését, közvetlen kapcsolatot teremt a fogyasztókkal, hatással van a többi értékteremtő tényezőre is. Értékének reálisnak kell lennie, mivel az egész értékláncot befolyásolja. Meghatározását széleskörű piaci és iparági elemzésnek kell megelőznie. Kindulópontként az előző év értékesítési adatainak az elemzése szolgálhat. A mennyiség-ár meghatározásakor figyelemmel kell lenni a lehetséges ellentétes irányú mozgásokra, mint áremelés csökkentheti az értékesíthető mennyiséget, nagyobb eladott mennyiség növelheti a működőtőkét. Inflációs környezetben tekintettel kell lenni az infláció által okozott árbevétel növekedésre és a reálnövekedésre is.

Vállalatspecifikusan az alábbi mikrotényezőkre bontható: üzlet egységek árbevétele, értékesítés volumene, árak, termékmix, fogyasztók összetétele, értékesítési feltételek, új termékek fejlesztése, új piacokra való belépés mérlegelése, fogyasztói hűséget előmozdító programok, termékdifferentiálásra koncentráló reklámstratégia kialakítása, értékesítési osztály hatékonysága, stb.

2. Működési eredmény-ráta

Az értékesítés előrejelzését követően határozható meg az értékesítés közvetlen (anyag, munkabér) és közvetett (értékesítési, igazgatási, általános) költségei vagy más megközelítésben az értékesítés változó és fix költségei. A ráta becslésénél szintén figyelembe kell venni a múltbeli tapasztalatokat és a rendelkezésre álló termelési potenciált. Az értékesítési árbevétel növekedése változatlan feltételek mellett a működési eredmény-ráta javulását okozza a fix költségek állandósága miatt. A működési

³²Copeland-Koller-Murrin (McKinsey & Company) (1994), értékteremtő tényezők azonosítása, piaci többletérték (MVA) számolása, Mills (1998) értékteremtő tényezőkön alapuló szabad cash flow alapján piaci érték meghatározása, PricewaterhouseCoopers értékteremtő tényezők révén az üzletágak évenkénti hozzáadott gazdasági értékének (EVA) a meghatározása, majd az üzletági szabad cash flowk és végül a vállalat diszkontált szabad cash flow alapú értékének a meghatározása.

³³A többüzletágas vállalat esetén a vállalatértékének meghatározása, az értékteremtő tényezők azonosítása üzletágak szintjén történik. Az értékteremtők jellemzőinek ismertetése üzletági és vállalati szinten egyaránt értelmezhető. A vállalatok publikus adataira épülő elemzés nem teszi lehetővé az üzletág szintű megközelítést.

eredmény-ráta mikro értéktényezőkre bontása képet ad a vállalat működési tevékenységének a hatékonyságáról. A vállalat termelési hatékonysága, kapacitáskihasználtsága, költséggazdálkodása, a kiszolgáló személyzet tevékenysége tükröződik e mutatóban. Vállalatspecifikusan lehetséges tovább bontása a következő: értékesítés önköltsége, alapanyagok beszerzési ára, anyagfelhasználás, gépek kihasználtsága, termelésben résztvevő dolgozók száma, órabére, teljesítménye, technológiai modernizálás, közvetett költségek megoszlása, kiszolgáló személyzet száma, munkabére, bérleti díjak, egyéb nem anyagjellegű szolgáltatások összetétele stb.

3. Fizetett társasági adó

A működési eredmény meghatározása után a fizetendő társasági adó számolható ki, a kapott kamatokra jutó adó többlet és a fizetendő kamatok utáni adópajzs figyelmen kívül hagyásával. Általában ezt az értéktényezőt a legnehezebb pontosan meghatározni. A társasági adótörvény szerint kalkulált adóalap a legritkább esetben egyezik meg a számviteli törvény elvei alapján kiszámolt adózás előtti eredménnyel. Vállalatonként és országonként különböző adóalap növelő és csökkentő tételek léteznek. A korrekt értéket a készpénzes adó meghatározása jelenti, de kiszámításának túlzott információigénye miatt egyszerűbb megoldást használnak, amely általában az éves beszámolóban szereplő adófizetési kötelezettség és az adózás előtti eredmény arányának az alkalmazása a működési eredményre. Az angolszász országokban tovább bonyolítja a ténylegesen fizetendő adó meghatározását a később esedékesé váló adókötelezettség (deferred tax). A fizetett társasági adó az alábbi mikrotényezőkre bontható: adókedvezmények kihasználása, leányvállalatok és egyéb érdekeltségek közötti transzferárak tervezése, külföldön fizetett adók minimalizálása, osztalékadó minimalizálása, nemzetközi holding struktúra megfontolása, stb.

Az első három makro értéktényező határozza meg a vállalat adóval korrigált működési eredményét (NOPLAT), a szabad cash flow legfőbb összetevőjét. A makro tényezők mikro értéktényezőkre történő bontása, ezáltal az értékre gyakorolt hatás operatív szintű azonosítása rendkívül fontos része az értékmaximalizálásnak. A következő makrotényezők (működőtőke igény, tárgyi eszköz beruházás) adott stratégia mellett az első három értéktényező függvényei.

4. Működőtőke igény

Működőtőke (Working Capital) alatt a vállalat működési/üzleti tevékenységéhez szükséges forgóeszközigényt és rövid lejáratú kötelezettség állomány különbségét értjük.³⁴ Az értékesítés volumenének növekedése általában a működőtőke igény bővülésével jár együtt. Ezt okozhatja a magasabb vevőállomány, a magasabb készletállomány. A működőtőke igényt növelheti az alacsonyabb szállítóállomány, az infláció és az adófizetési kötelezettség időbeli ütemezésének a változása³⁵ is.

³⁴Nem azonos a forgótőkével, mivel nem tartoznak bele a működéshez nem szükséges pénzeszközök és piacképes értékpapírok, a rövid lejáratú hitel/kölcsön állománya és a vállalat megítélésétől függően egyéb, nem a működési tevékenységhez tartozó eszközök illetve források.

³⁵Magyarországon pl az ÁFA befizetés és visszaigénylés közötti időbeli eltérés nagymértékben növeli a forgóeszköz szükségletet.

Meghatározására több módszer létezik. Az egyik megközelítési mód az értékesítés nettó árbevételének a százalékában a múltbeli arányok használatát javasolja. Azonban a jövőbeni növekedés nem mindig követi a múltbeli trendeket - lehet, hogy a vevők forgási sebessége megnő, a készletállomány viszont csökken hatékonyabb termelési módszerek alkalmazása révén. A mikro értékteremtő tényezők azonosítása révén célszerű meghatározni.³⁶ Lehetséges mikrotényezők: készletezési politika, beszerzési tevékenység átszervezése, termelés ütemezése, vevőkövetelések nyilvántartása, kintlevőség behajtás javítása, fizetési feltételek átgondolása, beszerzési csatornák felülvizsgálata, ÁFA fizetés ütemezése stb.

5. Tárgyi eszköz beruházás

A tárgyi eszköz beruházás rövid távon forrásokat köt le, csökkenti a vállalat szabad cash flowját, de hosszú távon alapvető jelentősége van a növekedés szempontjából.

A tárgyi eszköz beruházásnál meg kell különböztetni a létező tárgyi eszközök pótlása miatti beruházást (Replacement Fixed Capital Investment, RFCI), ami a létező fogyasztói igények kielégítéséhez szükséges, és az értékesítés növeléséhez kapcsolódó új beruházási igényt (Incremental Fixed Capital Investment, IFCI).

A gyakorlatban több módszer létezik a meghatározásukra. A létező tárgyi eszközök pótlása miatti beruházás meghatározható pótlási értéken, a tárgyi eszközök gazdasági értéke, a múltbeli karbantartási költségek vagy az értékcsökkenési leírás alapján. A leggyakrabban használt és legegyszerűbb módszer az értékcsökkenési leírás összegének a használata. Magas inflációjú országokban³⁷ az eszközök gazdasági értéke módszer vagy az értékcsökkenési leírásnak a várható inflációval történő felszorzásával határozható meg.

Az értékesítés növeléséhez kapcsolódó új beruházási igény meghatározásának összhangban kell lennie a vállalati stratégiával.³⁸ Megállapítása történhet a múltbeli trendek alapján, az elmúlt 5-10 évben az értékesítés növekedése milyen mértékű új beruházások megvalósításával járt együtt, de mindenképpen a vállalat stratégiájához illeszkedve - figyelembevéve a technikai fejlődést és a versenytársak által használt technológiákat - célszerű meghatározni.

A tárgyi eszköz beruházáshoz kapcsolható mikrotényezők: vásárlási és lízingelési alternatívák átgondolása, beruházásértékelési technikák kidolgozása, tárgyi eszköz kihasználtság felülvizsgálata, technológiai elavultság vizsgálata.

Az első öt makro értéktényezővel felírható bármely vállalat éves szintű szabad cash flowja. A mikro tényezőkre történő bontással meghatározható a vállalat értékteremtő hálóját, az operatív szint értékre gyakorolt hatása, azonosíthatók az értékteremtő illetve értékromboló tevékenységek.

³⁶Vevők, készletek, szállítók forgási sebességének az értékre gyakorolt hatását, az adófizetési kötelezettség időbeli ütemezését kell vizsgálni.

³⁷Az infláció miatt a beszerzési érték alapján meghatározott értékcsökkenési leírás elégtelen lesz az állóeszközök pótlására, az értékcsökkenési periódus után az új gép beszerzési ára jóval magasabb lesz, mint az értékcsökkenési leírásként elhatárolt érték. Az infláció következtében a vállalat reál adóterhe is megnő, mivel az elszámolt értékcsökkenés elmarad a valóságos értékcsökkenéstől, kevesebb költséget számol el a vállalat, így a keletkezett látszat nyereséget az állam megadóztatja.

6. Tőkeköltség

A tőkeköltség tartalmazza a jelenlegi stratégia³⁹ illetve az új stratégia⁴⁰ mellett a befektetők minimálisan elvárt megtérülést, adott állandó tőkeáttétel mellett.

Tőkeköltségként a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) használatos, mivel ez tartalmazza a részvényesek és a hitelezők által elvárt megtérülést forrásbiztosításuk arányában.⁴¹

A tőkeköltség becslésének első lépése a jövőbeni tőkeszerkezet meghatározása. Ez történhet a jelenlegi tőkeszerkezet piaci értékének becslésével, a hasonló tevékenységet folytató vállalatok tőkeszerkezetének elemzésével és a vállalat finanszírozási politikájának áttekintésével. Legjobb megoldás a három módszer kombinációja.

Második lépésként a nem saját tőke jellegű források alternatív költségét kell megbecsülni.

Harmadik lépés a saját tőke tőkeköltségének a becslése, ami történhet a tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM), az arbitrált árfolyamok modellje (APT) vagy egyéb módszerek alapján.

A vállalatvezetés feladata az optimális tőkeszerkezet meghatározása. A tőkeáttétel változtatása ugyanis gyakorlatban Modigliani-Miller I. tételének⁴² ellenére hatással van a vállalat értékére. A hitelfelvétel ugyanis adómentesítő hatású, mivel a hitelkamatok a költségek között számolhatók el, így csökkentik az adó nagyságát. Az adómentesítés azonban csak akkor jelenik meg értéknövelő tényezőként, ha a vállalat érvényesíteni tudja, azaz az összes tevékenységéből származó adókötelezettséget az adómentesítés összegével csökkenti. Az adók értéknövelő hatásából eredően a vállalatok érdeke lehet a minél nagyobb hitelfelvétel. A tőkeáttétel azonban nem növelhető a végtelenségig, mivel ha az idegen források aránya meghaladja az iparági átlagot, nő a vállalat kockázata, így a saját tőkével szemben elvárt hozama és a tőkeköltség is.

A tőkeköltséget meghatározó mikrotényezők lehetnek: optimális tőkeáttételi arány meghatározása, üzleti egységek specifikus tőkeköltségének a kiszámítása, részvény visszavásárlási lehetőségek megfontolása, marginális üzletágak leválasztása.

³⁸Az új beruházás nem növelheti a vállalat kockázatát, így tőkeköltségét. Az új beruházás hozamának meghatározását a stratégia kialakítása során projekt értékelés keretében kell elvégezni.

³⁹Változatlan kockázati szintet feltételezünk.

⁴⁰Új stratégia általában új kockázati szinttel párosul.

⁴¹ $WACC = r_e \cdot E/V + r_d \cdot (1 - t_c) \cdot D/V$

ahol:
 r_e : a saját tőke költsége
 r_d : a hitel tőke költsége
E: saját tőke piaci értéke
D: hitel tőke piaci értéke
V: a vállalat piaci értéke
 t_c : társasági adóráta

A fenti képlet csak két tőketípust tartalmaz. A valóságban a képlet sokkal összetettebb lehet, mivel minden pénzkiadással járó tőkeforráshoz külön a saját piaci értékén alapuló súlyt kell hozzárendelni.

⁴²MM. I. tétele alapján tőkeletes piacon a vállalat értéke nem függ a finanszírozás módjától, mivel ha a tőkeáttétel változik, a vállalat által termelt pénzáram nagysága nem, csak felosztása változik meg. Lásd bővebben Brealey-Myers (1992), 14. fejezet

7. Versenyelőnyök fennállásának időszaka

A versenyelőnyök⁴³ fennállásának időszaka az értékteremtés periódusa, amikor a vállalat képes a tőkekölségénél magasabb hozamot fenntartani, értéket teremteni. Az ezt követő időszak standard pénzáramlásnak tekinthető, így a vállalatértékhez való hozzájárulását a maradványérték⁴⁴ reprezentálja. A fenntartható versenyelőnyök időszaka vállalatonként, iparáganként, országonként eltérő, melynek okai lehetnek a vállalat tevékenysége, az életciklusgömbén elfoglalt pozíció, a technológia fejlettsége, a gazdasági környezet stb. A közgazdasági elméletek szerint tőkekölséget meghaladó hozam hosszú távon nem tartható fenn, mivel a nagyobb hozam vonzza az iparágba belépőket, s ennek következménye az elérhető hozam csökkenése lesz.

A versenyelőnyök fennállásának időszakának minél pontosabb meghatározása több okból is fontos. Egyrészt az értékteremtés időszakánál rövidebb periódus választása olyan évek szabad cash flowjának az alulbecslését jelenti, amelyekben még többlet értékteremtés történik s így a meghatározott részvényesi érték is alacsonyabb lesz a valóságosnál; az értékteremtés időszakánál hosszabb periódus választása viszont túlbecsüli az értéket (szabad cash flowt) és a valóságosnál magasabb vállalat értéket eredményez. Másrészt hosszútávon a hozamok kiegyenlítődnek, a többlet értékteremtés nem a végtelenségig fenntartható folyamat. Harmadrészt az értékteremtő tényezők folytonosan változnak, akkor is teremtenek értéket, ha a hozam a tőkekölséggel egyenlő.

A versenyelőnyök fenntartásának időszaka meghatározására több elmélet létezik. A Porter féle (1980) iparág elemzés alapján az öt versenytényező⁴⁵ és az iparágban elfoglalt pozíció határozza meg a versenyelőnyök⁴⁶ fenntartásának hosszát. A külső iparági tényezők elemzését követően a vállalat specifikus tényezők, az értéklánc elemzése - az értékteremtő tényezők meghatározása - után azonosíthatók a versenyelőnyök és határozható meg az értékteremtő stratégia.

Williams (1985)⁴⁷ a Porter féle elemzést kiegészítette az időtényezőnek az értékláncba történő bekapcsolásával. A vállalat versenyelőnye és a versenyelőny fenntartásának időszaka attól függ, hogy a vállalat melyik iparági csoportba⁴⁸ tartozik, mivel mindhárom csoportban eltérő üzleti kockázattal kell számolni és így más-más stratégiát kell kialakítani.

⁴³A versenyelőny olyan képesség, amelyet a versenytársak nehezen utánozhatnak, valamint jelentős értéket képvisel a fogyasztók számára, s így számottevően hozzájárul a részvényesi érték képzéséhez.

⁴⁴A maradványérték minél pontosabb meghatározása fontos része a vállalatértéknek. Vannak olyan vállalatok, pl. induló vállalkozások, internetes cégek, ahol a maradványérték adja a vállalat értékének legnagyobb részét. A szakirodalom több módszert is felsorol a maradványérték becslésére. Lásd Rappaport (1986), Brealey-Myers (1992), Mills (1998), Copeland-Koller-Murrin (1999), Black-Wright-Bachman-Davies (1999). A vállalat, az iparág jellegétől függ a megfelelő módszer kiválasztása. Leggyakoribb módszer az örökjáradék képlet használata.

⁴⁵1. Iparági versenytársak, 2. Vevők alkupozíciója, 3. Új belépők fenyegetése, 4. Szállítók alkupozíciója, 5. Helyettesítő termékek/szolgáltatások fenyegetése, Porter (1993)

⁴⁶Porter (1985) szerint a versenyelőny a termékek előállításának alacsony költségéből (költségvezető), a termékek különbözőségén (megkülönböztető) és csak meghatározott iparági szegmensre való koncentrációból ered.

⁴⁷Rappaport (1986), pp. 94-96, Mills (1998), p.46.

⁴⁸I. iparági csoport: stabil, relatíve változatlan értéklánc, pl. szakértői tanácsadás, befektető bankok stb.

II. iparági csoport: lassan fejlődő értéklánc, melyet a méretgazdaságosság erősít, a termelékenység terén versenyeznek, pl. acélpipar, autógyártás, vegyipar stb.

III. iparági csoport: instabil, gyorsan változó értéklánc, pl: számítástechnika, telekommunikációs eszközök gyártása stb. Rappaport (1986), pp. 94-96.

Prahalad-Gary (1990), Scott (1998) a vállalatok lényegi képességeire (core competences) helyezik a hangsúlyt a versenyelőny fenntartásának a megállapítása során.

Slywotzky (1996)⁴⁹ az értékáramlás fogalmának bevezetésével magyarázza a versenyelőny időszak fenntartás megállapításának a fontosságát. Az érték nem teremthető a végtelenségig, egyrészt a hozamok hosszú távon való kiegyenlítődése, másrészt a környezet változékonysága miatt. Az értékáramlásnak három szakasza különíthető el aszerint, hogy a vállalat hozama miként viszonyul a vállalat tőkeköltéséhez:

- érték beáramlás szakasza: korlátozott verseny, magas növekedési ütem, magas a tőkeköltést meghaladó hozam;
- érték stabilitás szakasza: stabil verseny, állandó piaci részesedés, a vállalat hozama megegyezik a tőkeköltéssel;
- érték kiáramlás szakasza: intenzív verseny, csökkenő értékesítés, a tőkeköltésnél alacsonyabb hozam jellemzi.

Az értékáramlás végbemehet vállalaton belül, iparágon belül és iparágak között is. Minden vállalatnak, iparágának megvan a saját értékáramlási ciklusa. A vállalatvezetőknek az értékáramlási ciklus figyelembevételével kell meghozni a stratégiai döntéseiket.

A gyakorlatban több módszer⁵⁰ létezik a versenyelőnyök időszakának meghatározására. Elemzésekkor rendszerint a tervezési periódus és a fenntartható versenyelőnyök időszak hosszának az azonossága illetve különbözősége a kérdés. Az elemzők/vállalatvezetők leggyakrabban szcenárió elemzéssel vizsgálják a tervezési periódus és az értékteremtés időszaka közötti kapcsolatot s így a tervezési periódust azonosítani tudják a versenyelőnyök fenntartásának időszakával. Ha a tervezési időszak megegyezik a fenntartható versenyelőnyök időszakával, az értékteremtés a tervezési időszak alatt zajlik le, ezt követően a hozam megegyezik a tőkeköltéssel és a maradványérték az örökjáradék képlettel számolható. Ha a tervezési időszak rövidebb a fenntartható versenyelőnyök időszakánál, a tervezési időt követő értékteremtést is ki kell mutatni, melyre egyik lehetséges módszer az opció árazás.

Összefoglalóan elmondható, hogy a hét makro értékteremtő tényező átfogja a vállalat egész tevékenységét, az operatív, a befektetési és finanszírozási döntéseket. A hét makro tényező segítségével meghatározható bármely vállalat jövőbeni szabad cash flowjának nettó jelenértéke - a vállalat értéke. Fejlett tőkepiacon nyilvános részvénytársaságok esetén ezen vállalat érték szoros

⁴⁹Mills (1998), pp. 46-48.

⁵⁰Piaci megközelítés, szcenárió elemzés, opció értékelés; Rappaport (1986) Mills (1998), Mills-Weinstein(1996), Black-Wright-Bachman-Davies (1999). Piaci megközelítés: az első hat makrotényező jövőre vonatkozó értékének becslésével egy értékelési modell felállítása, a maradványértékre vonatkozó becsléssel együtt. Majd az értékteremtés időszakának a modellhez történő igazítása, hogy az eredmény a vállalat jelenlegi piaci értéke legyen. A megközelítés gyengeségei a hatékony tőkepiac feltételezése, nem törődik egy esetleges stratégia váltás hatásával, csak nyilvános társaságok esetén használható. Szcenárió elemzés: több egymástól eltérő értékelési modell felállítása, melyek mindegyike a "mi történik, ha?" kérdésre válaszol, figyelembevéve a külső bizonytalansági tényezőket is. Opció értékelés: induló vállalatoknál, nagy tárgyi eszköz beruházást megvalósító társaságoknál, bizonytalan gazdasági környezetben működő vállalatoknál használatos.

kapcsolatot mutat a piac értékítéletével.⁵¹ Fejletlen tőkepiacon a makro értéktényezők nyomonkövetése jelzésül szolgálhat az értékmaximalizáló stratégia létezésének. A makro tényezőknek mikro tényezőkké bontása során feltérképezhető a vállalat teljes működési tevékenysége, meghatározhatók az értékromboló és értékteremtő tevékenységek.

Felhasznált irodalom

Abrams, J. B.: Cash Flow: A Mathematical Derivation, Valuation, Vol. 39. March 1994, pp. 64-71.

Agrawal, R. - Findley, S. - Greene, S. - Huang, K. - Jeddy, A. - Lewis, W. W.- Petry, M.: Why the US leads and why it matters, The McKinsey Quarterly, 1996, Number 3 .

Archibald, G.C.: Vállalatelmélet (1987), in: A vállalat és működése, pp . 27-36.

Bankról, Pénzről, Tőzsdéről - Válogatott előadások a Bankárképzőben, 1998.

Bélyácz Iván: A vállalat értékelése, Prodinform, 1992.

Bélyácz Iván: A vállalati tőke piaci és benső értékének kapcsolata, Bankszemle, 1995. 8-9. sz. pp. 10-18.

Black, A. - Wright, P. J. - Bachman, E. - Davies, J.: Shareholder Value - Részvényesi érték, KJK, PricewaterhouseCoopers, 1997.

Boda Zsolt - Radácsi László: Vállalati etika, BKE, Vezetőképző Intézet, 1996.

Boda Zsolt: A vállalat társadalmi felelőssége, in: Vállalati etika, pp. 10-25.

The Boston Consulting Group: Understanding Cash Flow Return On Investment, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Cash Is All That Counts, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Measuring Value, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Managing the Business Portfolio, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Estimating the Cost of Capital, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Drivers of Value, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Financial Benchmarking, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

The Boston Consulting Group: Meeting the Value Challenge, Shareholder Value Management, The Boston Consulting Group Inc., 1995.

The Boston Consulting Group: Shareholder Value Metrics, Shareholder Value Management, The Boston Consulting Group Inc., 1996.

Brealey, R. - Myers, S. C.: Modern vállalati pénzügyek 1-2, Panem Kft., 1992.

⁵¹BCG-HOLT empirikus kutatás a Standard & Poor 400 vállalataira 1991-ben a diszkontált cash flow és a vállalat piaci értéke közötti korrelációs együttható - $R^2=0.8$. The Boston Consulting Group: Cash Is All That Counts, Managing for Value.

Brennan, M. J.(szerk.): The Theory of Corporate Finance, An Elgar Reference Collection Cheetenham, UK. Brookfield, US, 1996.

Bughin, J. - Copeland, T. E.: The virtuous cycle of shareholde value creation, The McKinsey Quaterly, 1997, Number 2.

Chikán Attila: Vállalatgazdaságtan, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó - Aula Kiadó, 1994.

Chikán Attila, Demeter Krisztina (szerk): Az értékteremtő folyamatok menedzsmentje, termelés, szolgáltatás, logisztika, Aula 1999.

Coase, R. H.: A vállalat természete (1937), in: A vállalat és működése, pp. 37-48.

Copeland, T. - Koller, T. - Murrin, J.: Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2. ed., Copyright 1994, by McKinsey & Company, Inc. Published by John Wiley & Sons, Inc.

Copeland, T. - Koller, T. - Murrin, J.: Vállalatértékelés, Panem-John Wiley & Sons, 1999.

Czakó Erzsébet - Kocsis Károly (szerk): A vállalat és működése, Kiegészítő irodalom a vállalatgazdaságtan tanulmányozásához, BKE, Aula Kiadó 1993.

Ehrbar, A. - Stewart, S.: EVA. The Real Key to Creating Wealth, 1998, John Wiley & Sons, Inc. Magyarul megjelent John Wiley & Sons, Inc. - Panem Könyvkiadó Kft. Budapest, 2000.

Enderle G. - Tavis L. A.: A balanced Concept of the Firm and Measurement of its Long-term Planning and Performance, Journal of Business Ethics 17, 1999, pp. 1129 - 1145.

Evan, W. M. - Freeman, R. E.: A modern vállalat stake-holder elmélete: kantiánus kapitalizmus, 1988, in: Vállalati etika, pp. 93-109.

Fazakas Gergely: A vállalatértékelés alapvetései, in: Bankról, pénzről, tőzsdéről, pp. 417-429.

Freeman, E. R.: Stakeholder-menedzsment (1984), in: A vállalat és működése, pp. 81-94.

Gale, B. T. - Branch, B.: Cash flow analysis: more important than ever, Harvard Business Review, July-August, 1981, pp. 131 - 136.

Goodpaster, K. E. - Matthews, J. B.: Lehet-e a vállalatnak lelkiismerete, 1982, in: Vállalati etika, pp. 26-42.

Houlder, V.: A value system for shareholders, Financial Times, March 22, 1995, p. 9.

Jensen, M. C. - Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure (1976), in: Brennan, pp. 35-90.

Jensen, M. C. - Smith Jr., C. W.: A vállalati pénzügyek elmélete: történeti áttekintés (1994), in: A vállalat és működése, pp. 145-160.

Kaplan, R. S. - Atkinson, A.: Advanced Management Accounting, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1989.

Katits Etelka: A vállalati értéknövekedés kulcstényezői: az értékgenerátorok, Bankszemle, 1998. 9-10. sz. pp. 71 - 80.

Kieser, A.: Szervezetelméletek, BKE, Aula 1995.

Kotler, P.: Marketing menedzsment, elemzés, tervezés, végrehajtás és ellenőrzés, Műszaki Könyvkiadó, Budapest, 1998.

Mills, R. W. - Weinstein, B.: Calculating Shareholder Value in a Turbulent Environment, Long Range Planning, Vol.29. February 1996, pp. 76-83.

Mills, R. W.: The Dynamics of Shareholder Value, The Principles and Practice of Strategic Value Analysis, 1998.

Nándorfy Géza: Mit ér a vállalat, ha német ?, Tőkepiac és vállalatértékelés a német nyelvű országokban, Kézirat, 1995.

Pataki György - Radácsi László (szerk): Alternatív kapitalisták, Új paradigma kiadó, Szentendre, 2000.

Porter M. E.: Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance, The Free Press, 1985.

Porter M. E.: Versenystratégia, Akadémiai Kiadó, 1993.

PricewaterhouseCoopers: Az EVA mutató használata/bevezetése, Részvényesi Érték alapú vállalatvezetés, Belső anyag

Prahalad, C. K. - Hamel, G.: The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, May-June, 1990. pp. 79 - 91.

Pruzan, P.: From Control to Value-Based Management and Accountability, Journal of Business Ethics 17, 1998, pp. 1379 -1394.

Radácsi László: A vállalatok stakeholder-elmélete, in: Vállalati etika, pp. 79 - 92.

Ragás Imre: Oktatási segédlet a vállalkozás és vagyonértékelés című tantárgyhoz, Budapest, PSZF, 1995.

Rappaport, A.: Selecting strategies that create shareholder value, Harvard Business Review, May-June 1981, pp. 139 - 149.

Rappaport, A.: Corporate performance standards and shareholder value, The Journal of Business Strategy, Spring 1983, pp. 28 - 38.

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance, Free Press, 1986.

Rappaport, A.: CFOs and Strategists: Forging a Common Framework, Harvard Business Review, May-June 1992, pp. 84-91.

Reszegi László: Vállalatértékelés alapproblémáiról, Kézirat, 1991.

Reszegi László: Értékmaximalizáló vállalati stratégia, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, in: Temesi (szerk.), pp. 918 - 932.

Scott, M. C.: Value Drivers, John Wiley & Sons, Inc. 1998.

Shleifer, A.-Teece, R. W. - Vishny: Large Shareholder and Corporate Control (1986), in: Brennan, pp. 145-172.

Smith, A.: A nemzetek gazdagsága, e gazdaság természetének és okainak vizsgálata, Akadémiai Kiadó, Budapest, 1959.

Súlyok-Pap Márta: A vállalati tőkeszerkezet kérdései, in: Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben, pp. 309 - 321.

Súlyok-Pap Márta: Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban?, in: Bankról, pénzről, tőzsdéről, pp. 411- 416.

Temesi József (szerk.): 50 éves a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Jubileumi tudományos ülészak, 1998. október 1-3.

Ulbert József: A vállalat értéke, Janus Pannonius Tudományegyetem Pécs, 1994.

Új módszer a Price Waterhouse-tól, Bank & Tőzsde, 1996. november 1. p. 9.

Wenner, D. L. - LeBer, R.: Managing for Shareholder Value - From Top to Bottom, Harvard Business Review, November-December 1989, pp. 52 - 66.

Wimmer Ágnes: A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában, A működési és pénzügyi teljesítmény kapcsolatának vizsgálata, Doktori (Ph.D) értekezés Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Gazdálkodástudományi Kar, 2000.